

# 轻工制造行业

## 各板块增速回落，减税+竣工+提价支撑后续基本面反转

### ● 各板块增速回落，减税+竣工+提价支撑后续基本面反转

2019年一季报披露完毕，除必选消费品（生活用纸/文具用品）业绩维持韧性外，家具、包装板块的收入增速，造纸的业绩增速均明显回落，但回落的原因各有不同：家具收入增速受2017年房地产销售面积增速回落滞后性影响，包装收入增速因上游纸价下降影响终端产品价格，造纸利润增速受2018年中期开始的下游去库存影响，部分纸种供给释放，吨净利高位回落。预计Q2各行业收入与利润增速筑底，关注增值税降低，竣工增速修复，下游去库存进入末期，以及通胀预期下提价带动主流板块业绩超预期。

### ● 家具：零售端短期承压修复在即，看好确定性更强的全装修产业链

家具板块Q1营收增速持续回落，2019Q1收入增速为14.4%，同比回落10.9pct，从细分品类来看，成品家具依托外延策略，Q1收入增速为16.4%，高于定制家具11.5%的收入同比增速。预计2019-2020年真实竣工好于2018年，龙头定制家具在2020-2021年收入增速有望修复至20-25%，但行业整体向好仍有时滞。而全装修链条预计在2019Q2-Q3迎来订单结算高峰，相关公司有望在Q2-Q3收入端超预期，重点推荐木门与橱柜工程单高占比公司。其他家具方面，好太太智能业务快速拓展，2018年智能晾衣机年销售量同比增长37.74%，电商平台销售同比增长49.96%。

### ● 造纸：行业去库纸价回落，盈利承压；看好产业链延伸增强盈利韧性

造纸板块2018年收入增速回落。2018H2受下游需求超预期回落，旺季不旺因素冲击，主要纸种价格下跌，2019Q1营收同比增加3.1%，板块整体主营业务收入底部企稳。二季度重点跟踪纸企涨价落地，考虑当前纸张盈利情况，预期每月仍有望实现200元/吨左右提价，纸张提价带动业绩修复，至19Q3文化纸企盈利能力有望修复至500元/吨左右。核心推荐标的太阳纸业估值处于底部区间，PB逻辑看公司估值中枢回归。

### ● 包装印刷：Q1盈利弹性显现，全年关注客户多元化、PSCP量质齐升

Q1包装公司盈利弹性显现，尤其以裕同科技为代表，参考2018年各季度原材料成本和毛利率情况，我们认为盈利弹性在Q2、Q3有望持续。营业收入增速相对承压，但劲嘉股份依然凭借多元化业务取得整体高增速，裕同科技等公司后续发力客户拓展整体营收增速有望恢复到20%以上。合兴包装PSCP平台开始合作模式迭代，公司经营现金流转好、平台盈利能力逐步提升，我们预期合作质量改善有望消除发展制约，后续成长可期。

**文娱其他：**晨光文具19Q1依托于科力普、九木杂物社等新业务高速发展实现稳健增长，持续看好公司“一体两翼”战略。中顺洁柔高端产品占比提升，渠道强化提升市占率，19Q1业绩稳健增长，季度盈利低点已过。

### ● 风险提示

房地产政策超预期紧缩导致家具行业增速下滑；经济环境影响轻工消费需求；纸品价格下跌、纸浆价格上涨超预期。

## 行业评级

**买入**

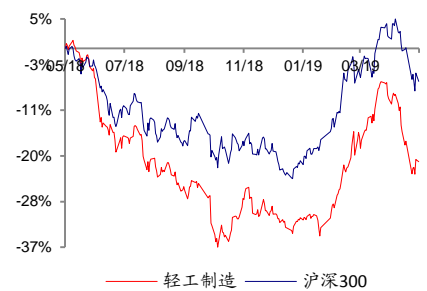
前次评级

买入

报告日期

2019-05-14

## 相对市场表现


**分析师：**

赵中平



SAC 执证号：S0260516070005

SFC CE No. BND271



0755-23953620



zhaozhongping@gf.com.cn

**分析师：**

汪达



SAC 执证号：S0260517120005



010-59136610



wangda@gf.com.cn

请注意，汪达并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

## 相关研究：

轻工制造行业：剖析多起电子烟事件，更看好HNB方向 2019-05-13

轻工制造行业：FDA批准IQOS在美销售，催化电子烟全球产业链

轻工行业周报：定制家具年报 2019-04-30

深度解析：六大变化三大趋势

**联系人：** 陆逸 021-60750604

gfluyi@gf.com.cn

**联系人：** 徐成 0755-29953620

xucheng@gf.com.cn

**重点公司估值和财务分析表**

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
603899.SH	晨光文具	RMB	38.11	2019/4/29	买入	42.9	1.10	1.36	34.6	28.0	25.8	21.0	24.2	24.1
002511.SZ	中顺洁柔	RMB	9.93	2019/4/25	买入	13.12	0.44	0.54	22.6	18.4	17.4	14.0	14.5	15.3
002078.SZ	太阳纸业	RMB	6.72	2019/4/29	买入	8.9	0.89	0.97	7.6	6.9	5.8	4.8	15.6	14.6
603833.SH	欧派家居	RMB	109.50	2019/5/9	买入	121	4.49	5.45	24.4	20.1	17.3	13.8	20.0	19.5

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

备注：表中估值指标按照最新收盘价计算

## 目录索引

一、家具：零售端短期承压修复在即，看好确定性更强的全装修产业链.....	6
（一）家具公司营收增速持续回落，一季度盈利水平环比向好.....	6
（二）细分品类横向对比，定制家具行业盈利水平稳定.....	7
（三）行业竞争加剧导致费用率攀升，家具公司 ROE 持续回落.....	9
（四）零售维持下半年向好判断，全装链条确定性更强.....	11
二、造纸：18H2 需求不及预期纸价调整，盈利承压.....	15
（一）下游需求不及预期，上市纸企收入增速回落.....	15
（二）主要纸种产品价格回落，板块整体盈利能力下滑.....	17
（三）经济回暖支撑纸价回升，行业有望继续保持快速增长.....	20
三、包装印刷：Q1 盈利能力拐点显现，全年看好瓦楞纸箱行业整合、展示包装客户多元化.....	23
（一）2018&2019Q1 的核心关注是盈利能力改善.....	23
（二）运输包装：行业整合持续，商业模式摸索渐出成效.....	24
（三）展示包装：客户多元化持续，电子烟助力新经济.....	25

## 图表索引

图 1: 家具行业上市公司平均收入同比增速 .....	6
图 2: 家具行业上市公司平均收入季度同比增速 .....	6
图 3: 家具公司年度平均毛利率 .....	7
图 4: 家具公司季度平均毛利率 .....	7
图 5: 2019 年一季度成品家具收入增速快于定制家具 .....	8
图 6: 2018 年定制家具毛利率持续上行 .....	8
图 7: 2019 年一季度定制家具毛利率略高于去年同期 .....	8
图 8: 2018 年 11 家成品家具净利润率显著下滑 .....	9
图 9: 2019 年一季度定制家具净利润率高于去年同期 .....	9
图 10: 2019 年第一季度定制家具公司及成品家具公司应收账款周转天数 .....	9
图 11: 家具公司平均三项费用率 (年度) .....	10
图 12: 家具公司平均三项费用率 (季度) .....	10
图 13: 家具公司平均净利润率 (年度) .....	10
图 14: 家具公司平均净利润率 (季度) .....	10
图 15: 家具公司平均加权 ROE .....	11
图 16: 家具公司平均 ROIC .....	11
图 17: 家具板块存货周转天数 .....	11
图 18: 家具公司平均应付&应收账款周转天数 (年度) .....	11
图 19: 全国商品房销售面积单季度同比增速以及预测 .....	12
图 20: 2019-2020 年地产真实竣工面积增速预测 (万平方米) .....	13
图 21: 全装修企业获取订单时点与零售类企业异同 .....	13
图 22: 全装修房企数量增加情况 .....	13
图 23: 中国精装修市场规模及渗透率 .....	14
图 24: 全装修不同品类市占率 .....	14
图 25: 工程单供应商评分体系 .....	14
图 26: 造纸公司平均收入年度同比 .....	15
图 27: 造纸公司平均收入季度同比 .....	15
图 28: 企业库存四季度下降较少 .....	16
图 29: 木浆库存不断攀升 .....	16
图 30: 瓦楞纸社会库存量有所回升 .....	16
图 31: 白板纸社会库存量 .....	16
图 32: 原材料废纸进口数量大幅下降 .....	17
图 33: 废纸及木浆价格回落 (元/吨) .....	18
图 34: 包装纸价格低位企稳 (元/吨) .....	18
图 35: 文化纸价格维持持续下降 (元/吨) .....	18
图 36: 生活纸价格小幅下行 (元/吨) .....	18
图 37: 造纸板块公司毛利率企稳回升 .....	19
图 38: 造纸板块管理和财务费用率小幅上升 .....	19
图 39: 造纸板块净利润率有所回落 .....	19

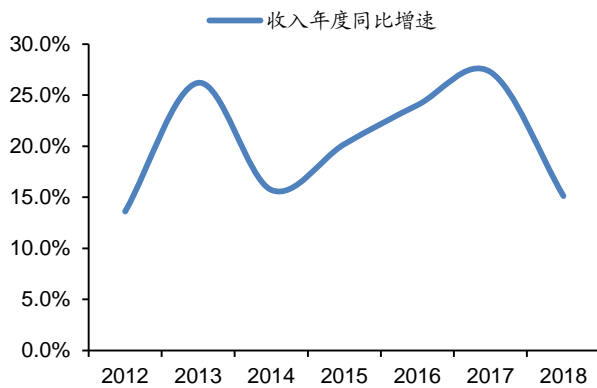
图 40: 造纸板块应收账款周转天数 (天) .....	20
图 41: 造纸板块应付账款周转天数 (天) .....	20
图 42: 造纸行业 PPI 回落 (%) .....	20
图 43: 包装上市公司毛利率变化 (截止 19Q1) .....	23
图 44: 包装上市公司净利率变化 (截止 19Q1) .....	23
图 45: 公司毛利率、归母净利率 .....	24
图 46: 公司三费情况 .....	24
图 47: 包装公司单季度营业收入 (截止 2019Q1) .....	24
图 48: 合兴包装营收增速 .....	24
图 49: 公司经营现金流情况 .....	25
图 50: PSCP 毛利率情况 .....	25
表 1: 供给侧改革驱动环保从严执行, 推动行业内向龙头聚集 .....	21
表 2: 纸产品需求淡旺季分布明确 .....	21

## 一、家具：零售端短期承压修复在即，看好确定性更强的全装修产业链

### （一）家具公司营收增速持续回落，一季度盈利水平环比向好

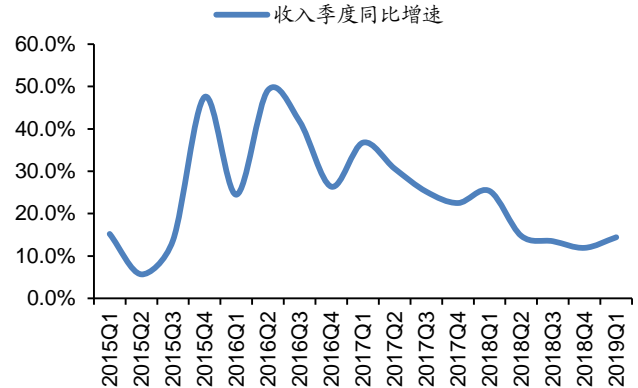
家具板块公司主营业务收入增速大幅放缓。剔除部分板块内多主业经营企业，我们跟踪的22家主流家具制造领域公司2018年等权重平均收入增速为15.1%，较2017年回落12.2个百分点，受地产行业下滑影响出现较大幅度放缓。2018年第四季度同比增速为全年低点，增速为11.9%，同比下滑10.6个百分点，2019年一季度等权重平均收入增速为14.4%，同比回落10.9个百分点，收入增速环比向好。

图1：家具行业上市公司平均收入同比增速



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

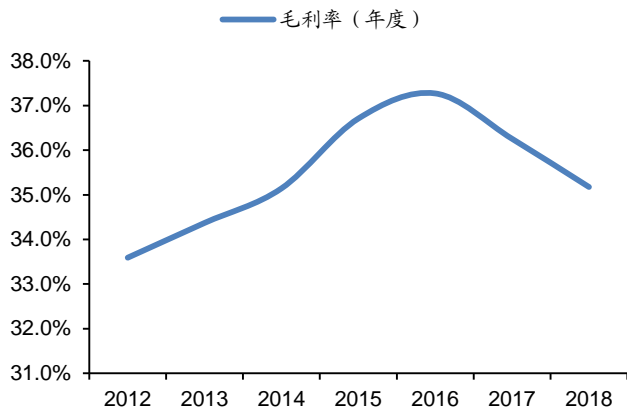
图2：家具行业上市公司平均收入季度同比增速



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

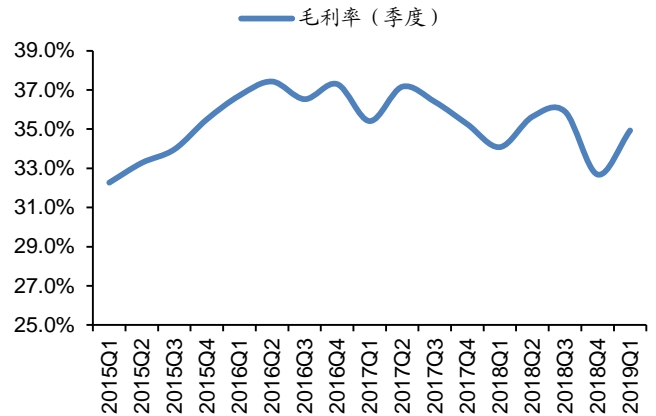
家具板块公司年度毛利率持续回落，单季度环比呈现向好趋势。近五年来家具行业毛利率持续上行，但2017年由于受到上游、中游大宗产品价格上涨以及部分企业受汇率波动影响，对盈利水平形成压力，2018年延续下行趋势，我们跟踪的22家主流家具制造领域公司2018年等权重平均毛利率为35.2%，较2017年小幅回落1.1个百分点。分季度看，2018年家具公司第四季度毛利为32.7%，同比下降2.6个百分点，2019年第一季度略有回暖至34.9%，同比增长0.9个百分点。

图3: 家具公司年度平均毛利率



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图4: 家具公司季度平均毛利率



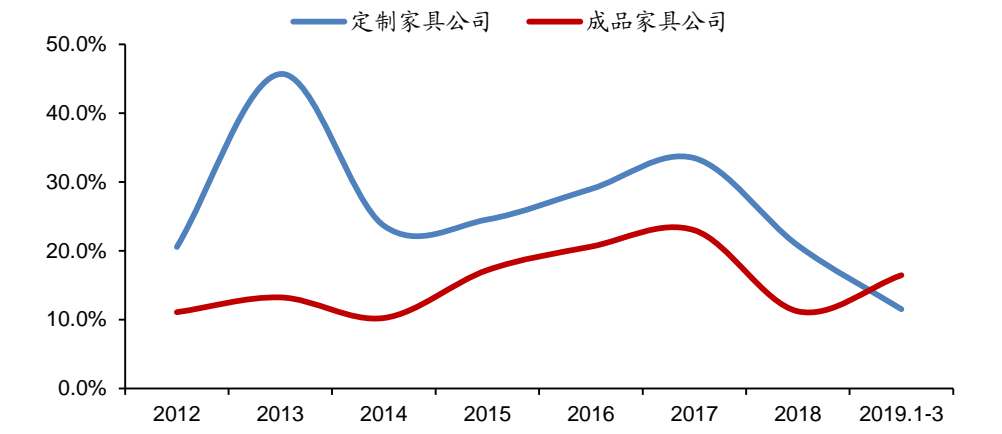
数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

## (二) 细分品类横向对比, 定制家具行业盈利水平稳定

**定制家具一季度收入回落延续, 成品家具外延并购超预期。**我们跟踪的9家主流定制家具企业(索菲亚、好莱客、欧派家居、尚品宅配、志邦家具、我乐家居、金牌厨柜等)2018年等权重平均收入增速为20.8%, 同比回落12.7个百分点, 2018年第四季定制企业平均收入增速近年来首次低于20%, 第四季收入增速为14.5%, 同比下滑13.9个百分点, 2019年一季度放缓趋势延续, 收入同比增速为11.5%, 同比下滑22.5个百分点。2018年13家成品家具公司收入增速为11.2%, 同比回落11.8个百分点, 2019年一季度收入增速为16.4%, 同比下滑2.8个百分点, 但收入增速高于定制家具公司。细分来看, 外延战略助力顾家家居、曲美家居一季度收入表现不俗, 顾家一季度公司实现营业收入24.6亿元(YoY+32.8%), 曲美家居一季度实现营业收入10.1亿元(YoY+154.8%), 为我们跟踪的家居企业中同比增速最高。

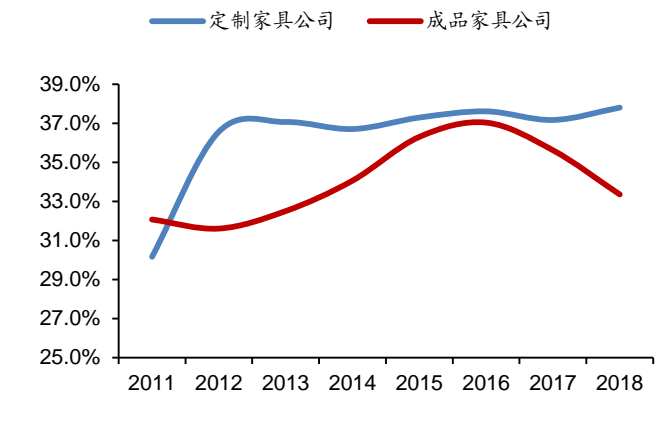
**定制家具盈利能力持续提升, 成品家具盈利能力环比提升明显。**定制家具企业2018年整年及2019年一季度盈利能力仍有所提升, 9家定制家居企业2018年毛利率为37.8%, 同比提升0.6个百分点, 超过同期成品家具企业毛利率4.4个百分点, 2019年一季度定制家居企业毛利率为35.9%, 同比提升0.4个百分点, 超过同期成品家具企业毛利率1.6个百分点。2019年一季度成品家具毛利率为34.3%, 同比提升1.1个百分点, 环比大幅提升4.8个百分点。

图5: 2019年一季度成品家具收入增速快于定制家具



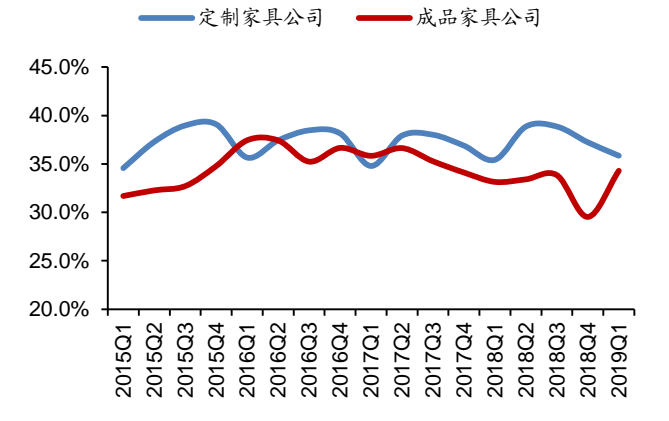
数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图6: 2018年定制家具毛利率持续上行



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图7: 2019年一季度定制家具毛利率略高于去年同期

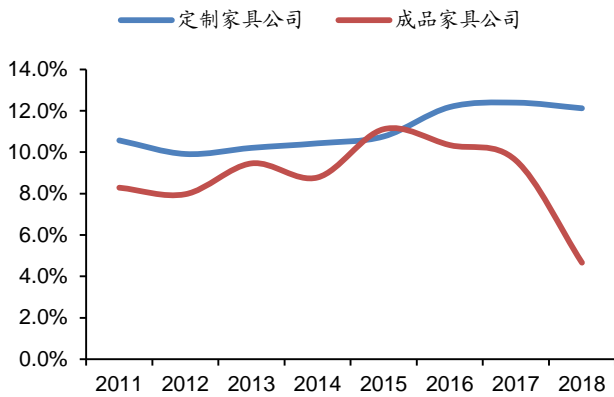


数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

**2019年一季度定制家具净利润率小幅提升。**2018年定制家具公司净利润率为12.1%，高于同时期11家成品家具公司7.5个百分点（因喜临门与永安林业2018年出现较大幅商誉减值所以剔除计算），其中2018年四季度净利润率为11.5%，同比下滑2.8个百分点，高于同时期11家成品家具公司12.1个百分点；2019年一季度定制家具公司净利润率为4.3%，同比下滑0.4个百分点，高于同时期13家成品家具公司1.5个百分点。纵向对比来看，2018年定制家具净利润率低于去年同期0.3个百分点，11家成品家具制造企业净利润率则较去年同期下降4.9个百分点；2019年一季度定制家具净利润率高于去年同期0.5个百分点，13家成品家具制造企业净利润率则较去年同期下降0.8个百分点。



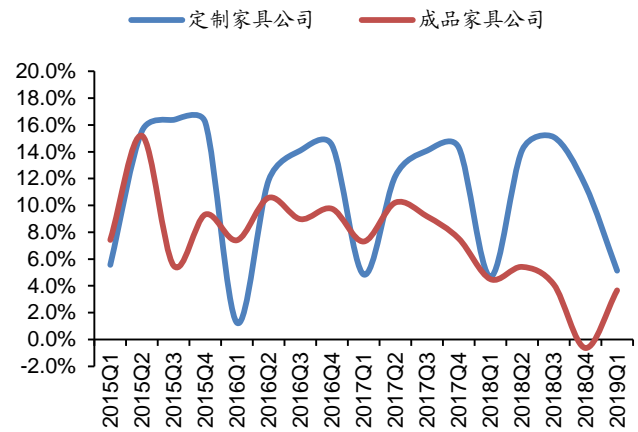
图8: 2018年11家成品家具净利润率显著下滑



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

注: 因喜临门与永安林业2018年出现较大幅商誉减值所以剔除计算

图9: 2019年一季度定制家具净利润率高于去年同期

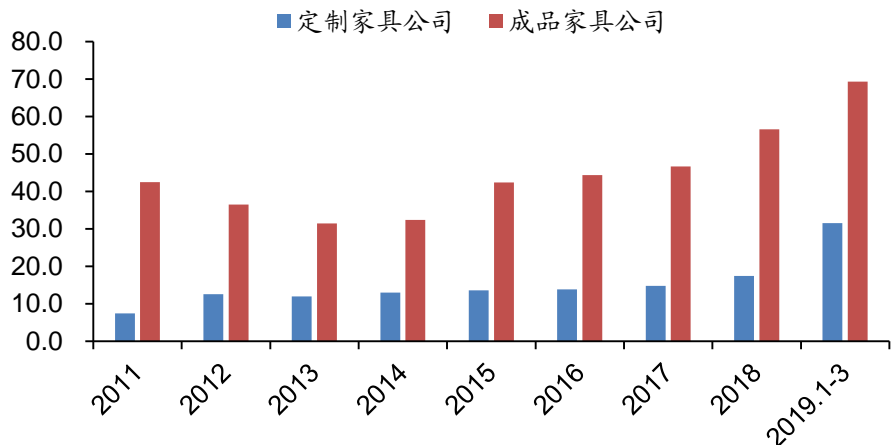


数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

注: 因喜临门与永安林业2018年四季度出现较大幅商誉减值所以剔除计算

定制家具公司和成品家具公司2018年一季度应收账款周转天数53.14天, 同比增长较大。2018年应收账款周转天数40.59天, 较2017年持续上升。对比9家定制家具公司和13家成品家具公司数据, 定制家具公司由于大宗业务占比不断提高导致应收账款周转天数同比持续提升, 但存货和应收账款周转天数仍显著低于成品家具公司。

图10: 2019年第一季度定制家具公司及成品家具公司应收账款周转天数

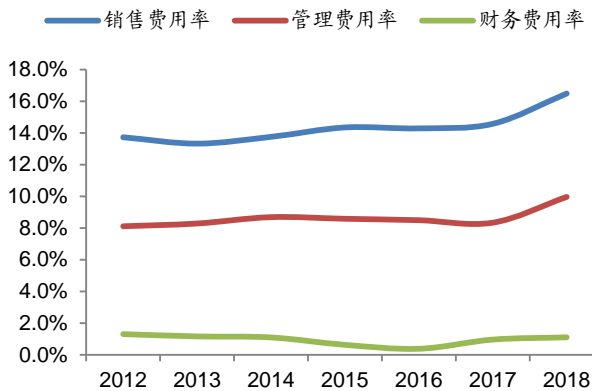


数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

### (三) 行业竞争加剧导致费用率攀升, 家具公司 ROE 持续回落

2018年家具板块三项费用率小幅上升。我们跟踪的22家主流家具公司2019年一季度销售费用率、管理费用率(含研发费用率)、财务费用率均值分别为18.5%、11%和1.3%, 销售费用率、管理费用率同比均有小幅上升。2018年全年销售费用率、管理费用率(含研发费用率)、财务费用率均值分别为16.5%、10%和1.1%, 三项费用率均有所提。2017年第四季度销售费用率大幅提升, 管理费用率同比略有下降, 财务费用率同比提升。

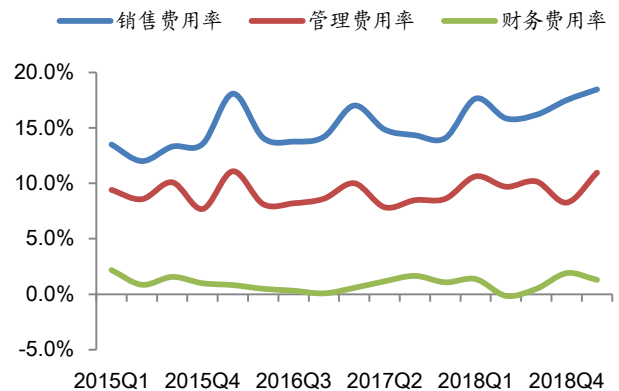
图11: 家具公司平均三项费用率 (年度)



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

注: 销售费用率中含研发费用

图12: 家具公司平均三项费用率 (季度)

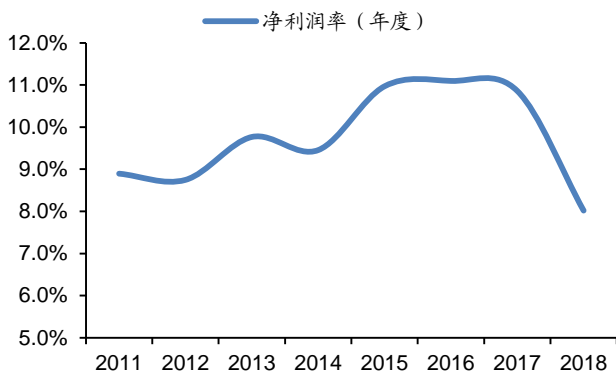


数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

注: 销售费用率中含研发费用

**2019一季度净利率有所下滑。**一季度受三项费用率上升影响,家具公司平均净利率下滑至4.3%,低于2018年一季度4.6%的净利率水平。2018年平均净利率8%,同比下降2.8个百分点。2018年四季度净利率为4.8%,同比下降5.8个百分点。

图13: 家具公司平均净利率 (年度)



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

注: 因喜临门与永安林业2018年出现较大幅商誉减值所以剔除计算

图14: 家具公司平均净利率 (季度)

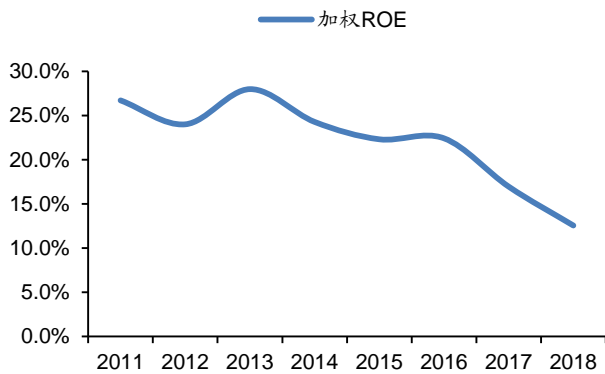


数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

注: 因喜临门与永安林业2018年四季度出现较大幅商誉减值所以剔除计算

**2018年主流家具公司的净资产回报率和投入回报率因行业竞争加剧影响,有较大下滑。**我们跟踪的20家公司(因喜临门与永安林业2018年出现较大幅商誉减值所以剔除计算)2018年加权ROE的均值为12.6%,同比下降4.4个百分点。ROIC均值为12.2%,同比下降4.4个百分点。

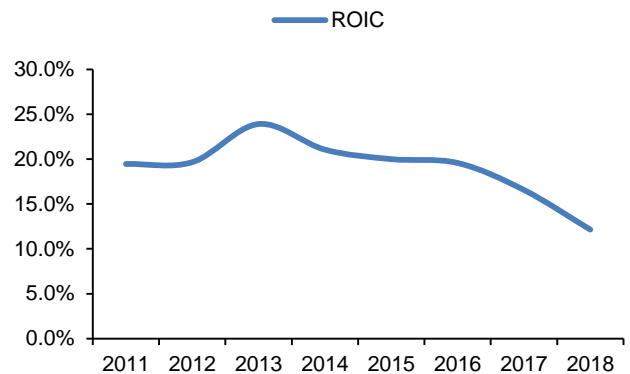
图15: 家具公司平均加权ROE



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

注: 因喜临门与永安林业2018年出现较大幅商誉减值所以剔除计算

图16: 家具公司平均ROIC

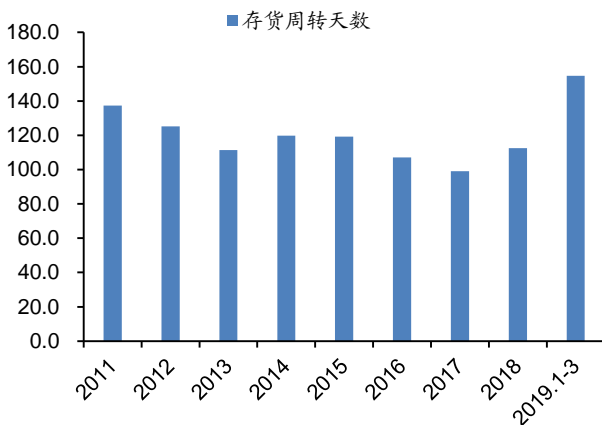


数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

注: 因喜临门与永安林业2018年四季度出现较大幅商誉减值所以剔除计算

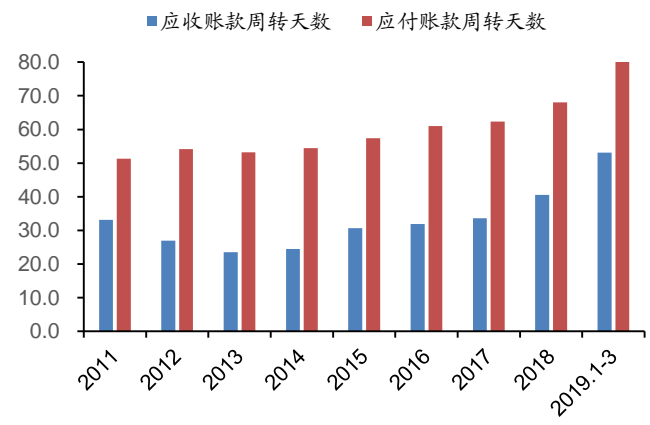
**2019年一季度存货周转天数、应收账款的周转天数、应收账款周转天数小幅提升。**我们跟踪的22家主流家具制造领域公司2019年一季度等权重平均存货周转天数、应付账款周转天数、应收账款周转天数分别为154.7天、94.6天、53.1天，存货周转天数、应付账款的周转天数、应收账款周转天数同比小幅提升。2018年全年等权重平均存货周转天数、应付账款周转天数、应收账款周转天数分别为112.5天、68天、40.6天，存货周转天数、应付账款周转天数、应收账款周转天数同比均小幅上升。

图17: 家具板块存货周转天数



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图18: 家具公司平均应付&应收账款周转天数(年度)



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

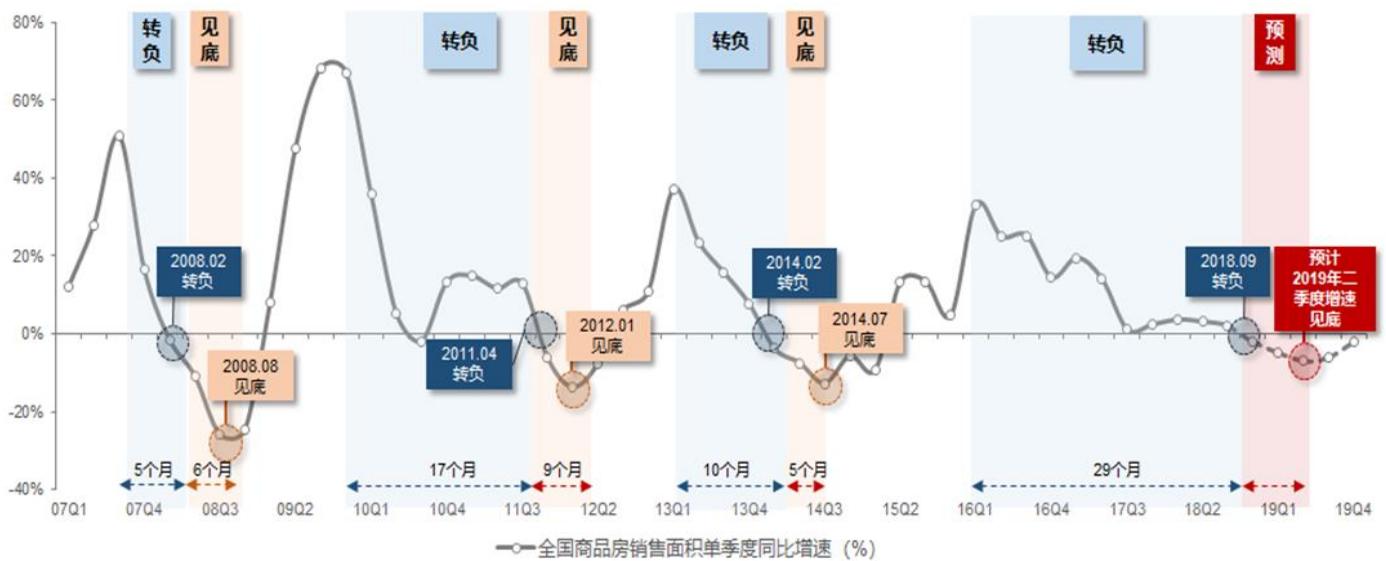
#### (四) 零售维持下半年向好判断, 全装链条确定性更强

家具零售端预计未来短期数月基本面兑现有压力, 但2019年Q3末-2021年收入增速向好态势明显(地产销售、竣工持续向好), 即便考虑净利率处下降通道仍值中长期持有, 年内看点在于真实竣工增速可能在某季度形成20%+增速的脉冲, 有望推动板块收入增速在滞后6-12个月产生超过地产竣工增速的收入增速, 产生戴维斯双击。

**2季度末前后总销售面积增速有望见底。**以广发地产组年度策略观点《房地产2019年年度策略报告: 大浪淘沙, 金不换; 寒风卷地, 久弥坚》为基准: 2019年

2 季度末前后有望见到总销售面积增速的底部，而地产商往往会在根据销售面积安排竣工交付，销售若能年中增速见底，也为下半年真实竣工修复埋下伏笔。

图19: 全国商品房销售面积单季度同比增速以及预测



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

**实际交付预计好于预期。**根据我们在前期周报《定制倒春寒后迎盛夏，全装链条确定性更高》中所测算，2019-2020年真实竣工好于2018年，预计增速均为5-10%，与广发地产组观点吻合，具备阶段性某几个月增速超过20%的可能性，龙头定制家具在2020-2021年收入增速有望修复至20-25%。修复的启动点有望在2019年年中与销售增速见底相符合，带动定制家具在1-2个季度收入增速快速上升，但预计时点最早也要在2019年Q4前后，可能叠加定制家具公司2018年Q4-2019年Q1普遍收入降速下的低基数，实现单季度收入高成长。同时，净停工面积有望贡献真实竣工超预期增速，但力度难以预测。

**行业向好传导仍有时滞。**虽在2019年Q3-Q4有望迎接定制行业整体订单改善的承接，但仍需要提防行业高预期下单月订单不及预期带来的倒春寒。同时，行业竞争Q4有望缓解，但在2年维度依然呈现加剧的态势。在真实竣工转好于Q4传导至市场后叠加需求旺季，但上市预计在2018及2019年迎来产能投放高峰，竞争趋于激烈在长时间内是确定性事件，费用率的上升促使利润增速或低于收入增速。

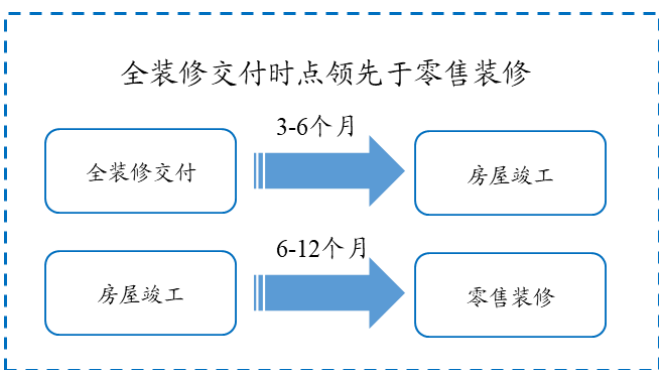
图20: 2019-2020年地产真实竣工面积增速预测 (万平方米)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

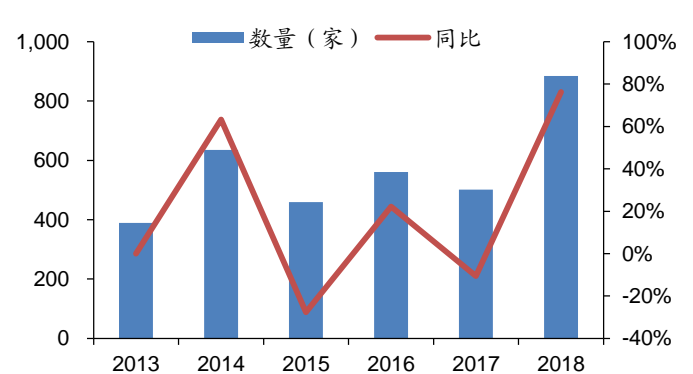
**全装修链条收入增速确定性更强、盈利预测上修概率更高。**(1) 全装修交付时点在竣工前 3-6 个月, 领先于零售装修, 有望在业绩中率先体现; (2) 全装修不仅有和零售端共通的竣工交付修复逻辑, 而且有渗透率在政策督促下快速提升的行业成长逻辑, 渗透率弹性最大预计就在 2019-2020 年。根据奥维云网统计, 2018 年全装修房企数量新增 80%, 中小房企纷纷效仿龙头房企布局全装修, 提升住房品质; (3) 工程单行业格局更稳定, 订单招标较重视历史中标情况, 对新进入者往往有 2-3 年考察期, 具备一定的时间壁垒; (4) 由于全装修企业订单增速季度间不稳定, 加上资本市场对其现金流与利润率的担忧, 无论在盈利预测还是估值上都给予充分折价。反而未来订单的获取有助于上调市场一致盈利预期。

图 21: 全装修企业获取订单时点与零售类企业异同



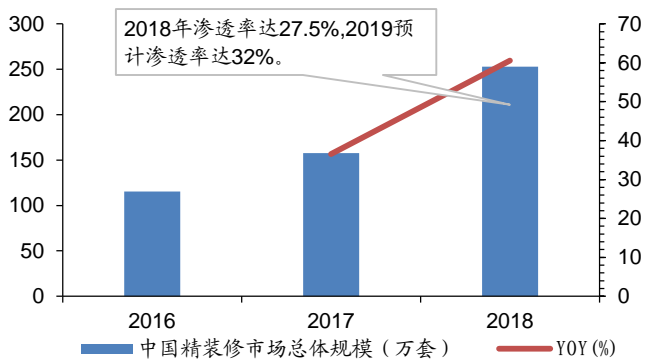
数据来源: Wind、广发地产组, 广发证券发展研究中心

图22: 全装修房企数量增加情况



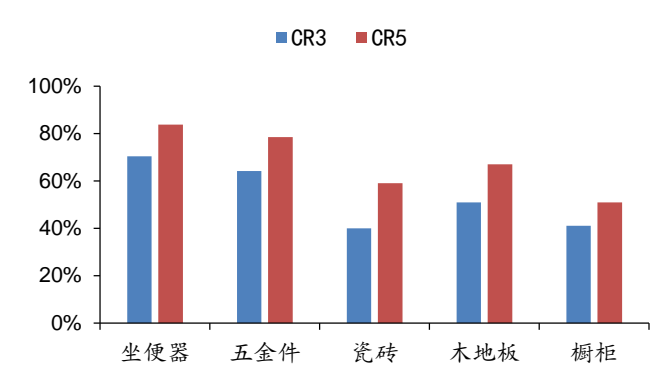
数据来源: Wind、奥维云网、广发证券发展研究中心

图 23: 中国精装修市场规模及渗透率



数据来源: Wind、奥维云网、广发证券发展研究中心

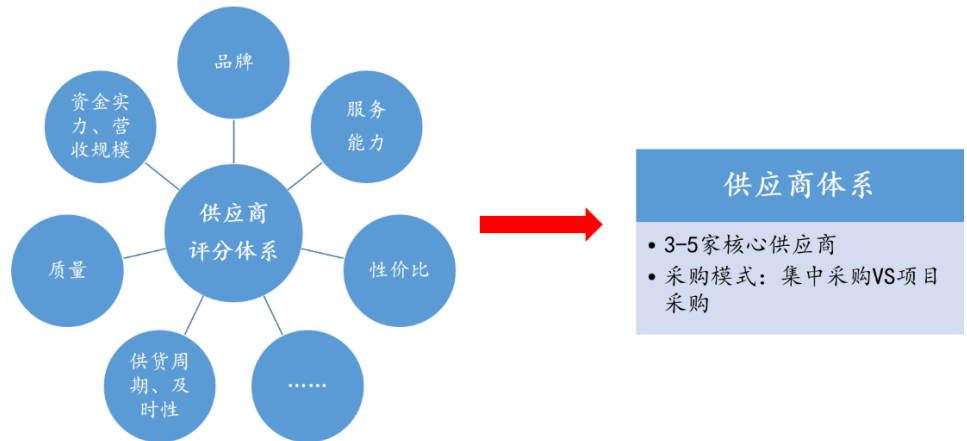
图 24: 全装修不同品类市占率



数据来源: Wind、奥维云网、广发证券发展研究中心

注释: 橱柜为 2017 年数据, 坐便器和五金件为 2018 年数据, 瓷砖、木地板为 2019 年 2 月份数据

图 25: 工程单供应商评分体系



数据来源: 奥维云网、广发证券发展研究中心

综上所述, 虽然一季度地产销售景气度提升带动家具板块情绪修复, 预计 2019-2020 年真实竣工好于 2018 年, 增速均为 5-10%, 龙头定制家具在 2020-2021 年收入增速有望修复至 20-25%, 但从上市公司报表端来看, 一季度收入持续承压, 行业整体向好仍有时滞。而全装修链条预计 2019Q2-Q3 迎来订单结算高峰, 全装修订单拐点普遍出现在 2018Q4, 从订单发放-订单生产-订单安装-回收地产商确认单后确认收入规划, 完整周期在 1-2 个季度, 因此行业龙头公司有望在 Q2-Q3 迎来订单结算确认收入高峰, 收入增速具备超预期可能性, 重点推荐木门与橱柜工程单高占比公司。

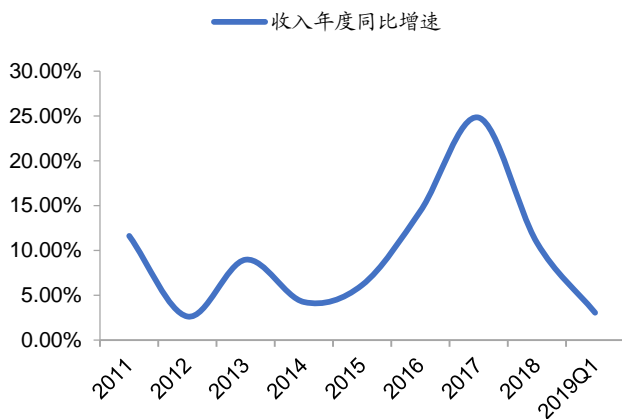
## 二、造纸：18H2 需求不及预期纸价调整，盈利承压

本轮造纸行业景气周期源自供给侧改革、环保限产，叠加行业补库周期。2018年下半年受下游需求超预期回落，旺季不旺因素冲击，主要纸种价格下跌导致纸企盈利下滑。2018年下半年以来各纸种陆续进入去库存周期，库存处于相对高位，PPI走低反映纸价下行以及行业景气度的下降。随着行业去库存推进，行业景气度有望触底回升，在供给侧改革、环保限产大环境不变情况下，龙头纸企有望进一步提升市场占有率，并通过上下游产业链延伸增强盈利稳定性。建议标配造纸板块，下半年传统行业旺季仍可期待，重点关注产能增量及产业链上下游整合逻辑带来的增长核心驱动力。

### （一）下游需求不及预期，上市纸企收入增速回落

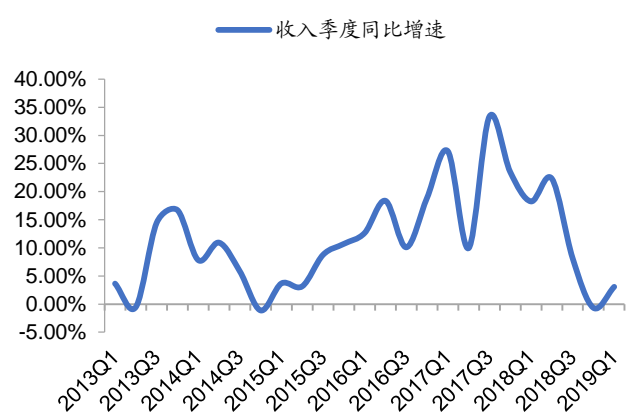
造纸公司收入增速有所放缓。我们跟踪的13家主流造纸制造领域公司2018年等权重平均收入增速为10.9%，较2017年增速降低13.9个百分点。主要纸种价格均有所下滑，2018Q4平均收入同比下降0.7%。2019年一季度营收同比增加3.1%，板块整体主营业务收入底部企稳。

图26：造纸公司平均收入年度同比



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

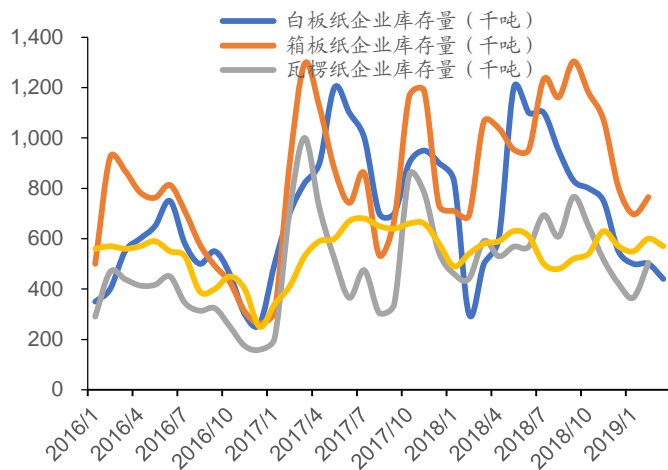
图27：造纸公司平均收入季度同比



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

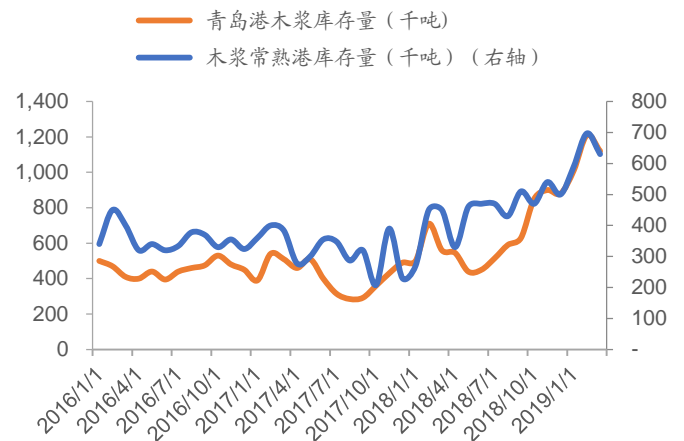
18Q4需求超预期回落，下游原材料需求减少，木浆港口库存不断攀升。四季度为下游传统旺季，但由于经济增速波动、行业去库存等因素导致需求下降，下游企业原材料需求下降，导致原材料木浆库存量不断攀升。春节后渠道补库存阶段，主要纸种社会库存量均略有回升。

图28: 企业库存四季度下降较少



数据来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

图29: 木浆库存不断攀升



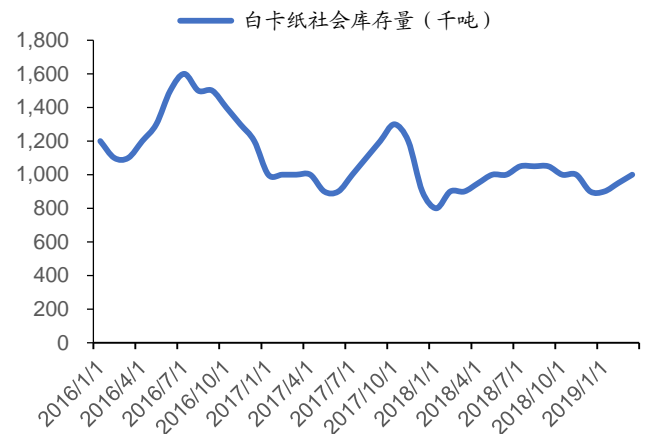
数据来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

图30: 瓦楞纸社会库存量有所回升



数据来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

图31: 白板纸社会库存量

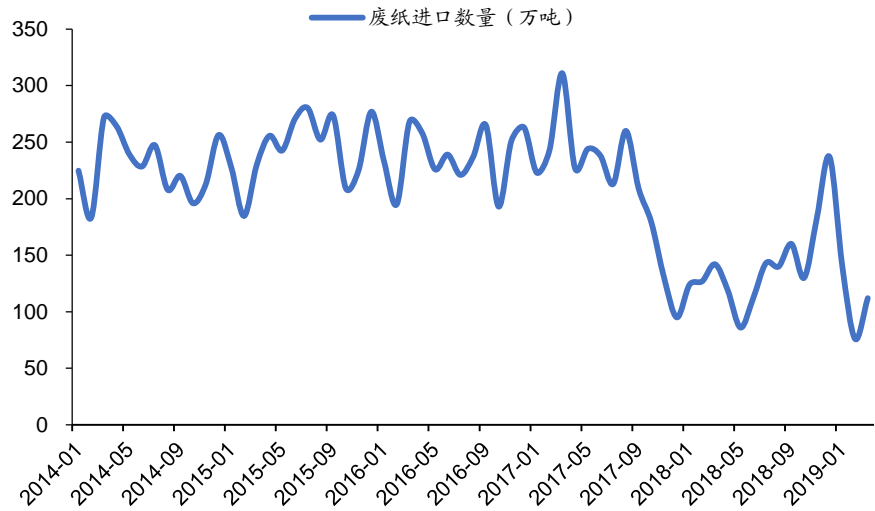


数据来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

**政策管控趋严，原材料废纸进口额下降。**2017年年底环保部下发《进口废纸环境保护管理规定》和《限制进口类可用作原料的固体废物环境保护管理规定》，限制外废进口。2018年3月，《进口可用作原料的固体废物环境保护控制标准——废纸或纸板》正式实施。2018年5月，国家海关总署发布特急文件《海关总署关于对进口美国废物原料实施风险预警监管措施的通知》，对美废进口的监管力度进一步加强。废纸进口量自2017年下半年开始大幅下降，2018年下半年略有回升，截至2019年3月，我国废纸进口量为112万吨，同比下降21.13%，较2017年同期下降63.99%。



图32: 原材料废纸进口数量大幅下降



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

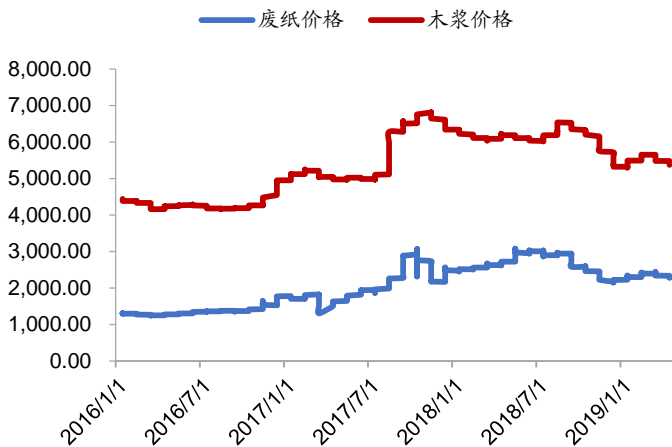
## (二) 主要纸种产品价格回落, 板块整体盈利能力下滑

**废纸及木浆价格小幅下行。**2016年下半年, 受汇率变化、库存减少双因素驱动, 木浆价格明显上涨, 并在2017年2月底达到创阶段高点。2018年二季度行业淡季渠道消化库存, 废纸及木浆价格均有所调整, 尤其是废纸价格迅速回落, 各主要纸厂在高价时期囤积的废纸相对饱和, 同时出现了对高价废纸的抵触情绪。三季度末受益于环保监管加码, 进口废纸供应收紧, 废纸价格持续反弹。四季度及2019年一季度经济增速放缓导致下游需求减弱, 库存积压纸价上升承压, 废纸价格小幅下行。基于2018年进口废纸管控政策严格实施预期, 以及国务院发布的《中共中央国务院关于全面加强生态环境保护坚决打好污染防治攻坚战的意见》到2020年基本实现固废零进口目标, 我们认为国内废纸价格中枢或将持续向上。

受经济下行、废纸价格下降和下游需求减少的影响, 木浆价格小幅回落, 2019年在废纸新政推动下, 我国木浆新增需求上升, 木浆价格或基本保持高位稳定。

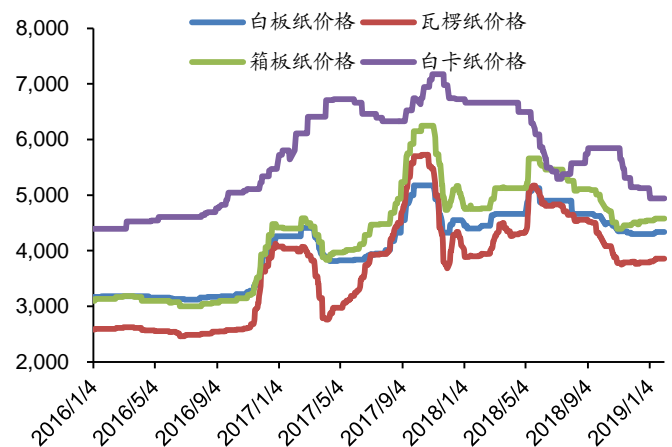
**包装纸中白卡纸价格回落, 其他纸种低位企稳。**行业产能集中度情况直接影响纸种价格走势, 受益于环保监管加速淘汰落后产能、关停中小企业, 白卡纸行业集中度持续提升, 高产业集中度决定了龙头公司在行业内的话语权。自2016年底造纸行业整体价格上涨, 白卡纸价格持续上行, 于2017年11月达到7177元/吨高点, 2018年二季度以来由于白卡纸龙头企业价格策略, 白卡纸市价大幅回落。白板纸、箱板纸、瓦楞纸于2017年3月起进入价格波动区间, 2018年Q4价格低位企稳。主要原因为行业集中度相对较低, 且主要原材料废纸价格震荡向上, 下游价格随上游原材料价格震荡波动。

图33: 废纸及木浆价格回落 (元/吨)



数据来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

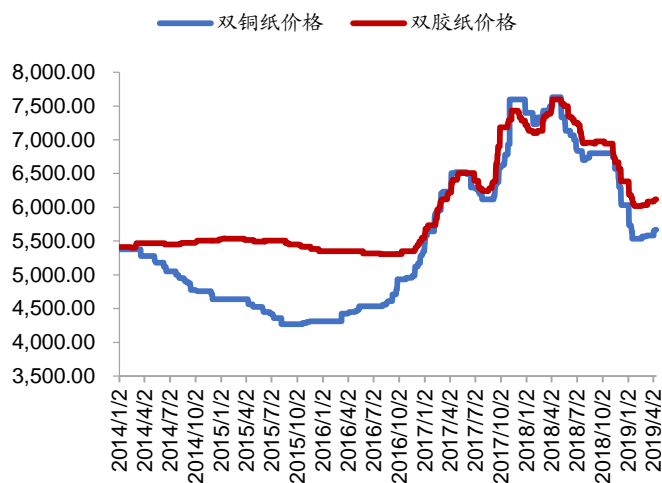
图34: 包装纸价格低位企稳 (元/吨)



数据来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

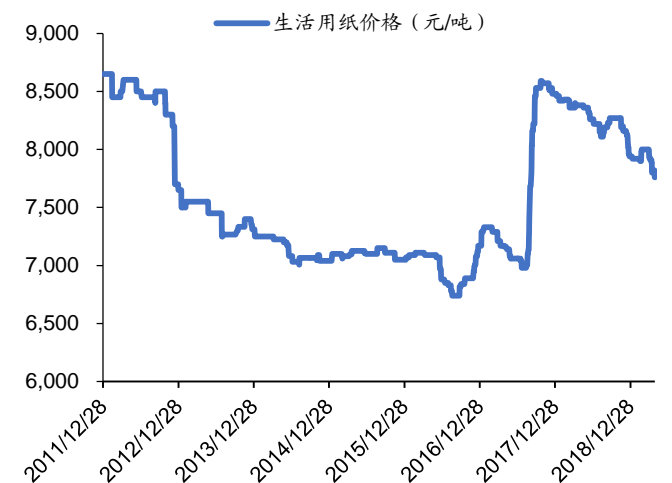
**文化纸价格低位企稳, 生活用纸价格持续下降。**文化纸周期波动相对较小, 原材料价格上涨导致产品价格快速提升, 行业产能集中度高, 下游需求平稳增长。2017年以来, 纸浆价格上涨推动文化纸行业行情涨势较强, 双铜纸、双胶纸价格水涨船高, 2018年三季度起受经济增速放缓和下游需求减少的影响, 文化纸价格持续下降, 2019 Q1受节后补库存带动, 价格有所回升。2017年上半年以来生活用纸受原材料木浆影响, 价格持续下滑。2017年8月受木浆价格快速上涨影响, 生活用纸价格触底反弹, 10月份最高到达8590元/吨的高位水平。2018年受木浆价格回落、下游需求减少、库存积压的影响, 生活用纸价格持续下降。

图35: 文化纸价格维持持续下降 (元/吨)



数据来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

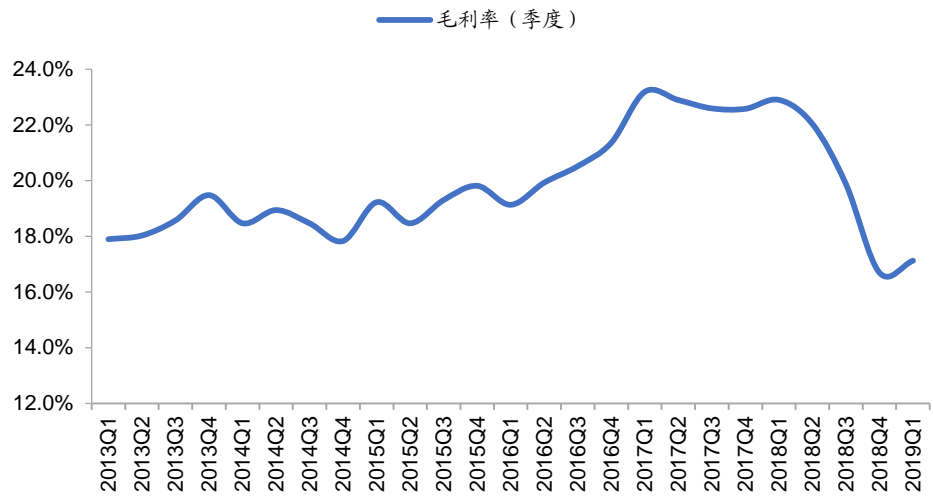
图36: 生活用纸价格小幅下行 (元/吨)



数据来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

**造纸板块公司2018年整体毛利率回落, 2019Q1有所提升。**我们跟踪的13家主流造纸制造领域公司2018年等权重平均毛利率为20.4%, 较2017年下降10.9个百分点, 板块毛利率水平延续2014-2017年上行趋势, 2018年回落(2011-2018年等权重平均毛利率分别为16.7%、17.2%、18.6%、18.4%、19.2%、20.4%、22.9%、20.4%)。主要原于经济增速放缓、纸价下滑和库存积压, 2019年一季度由于行业库存压力减轻和下游需求改善, 毛利率触底反弹达到17.1%, 相对于2018年Q4提升0.4个百分点。

图37: 造纸板块公司毛利率企稳回升

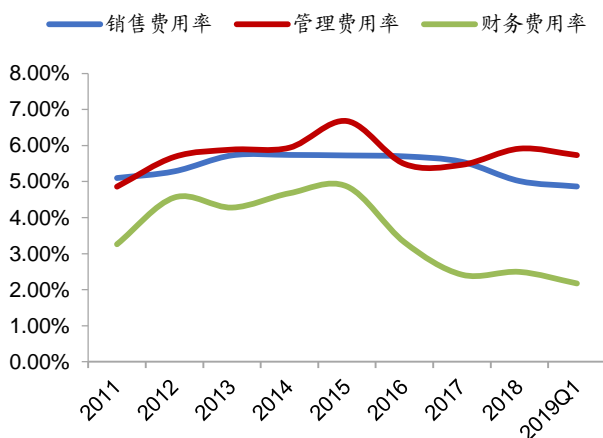


数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

**销售费用率稳中下降, 管理和财务费用率提升。**2018年造纸行业公司整体毛利率下降的同时, 销售费用率稳中有降, 管理、财务费用小幅提升。分别为5.0%、5.9%和2.5%, 销售费用率下降0.5个百分点至5.0%, 其中财务费用率提升0.1个百分点至2.5%, 管理费用率提升0.4个百分点到5.9%。2019年一季度销售、管理、财务三项费用率分别为4.9%、5.7%和2.2%, 板块内企业盈利能力改善, 资产负债率下降拉低整体财务费用率。

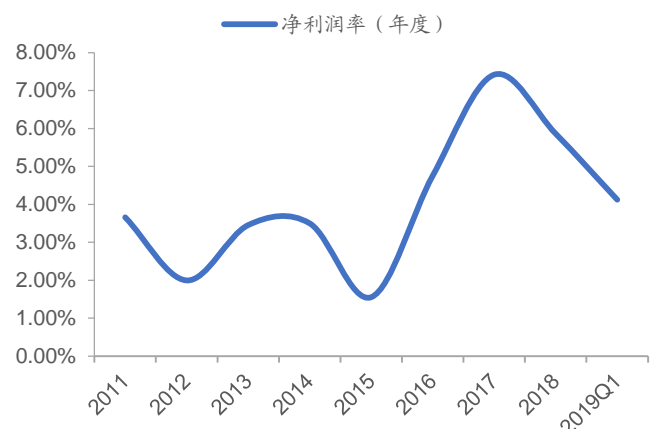
**净利润率有所回落, 一季度降至4.1%。**我们跟踪的13家主流造纸制造领域公司2018年等权重平均净利润率为5.9%, 有所回落仍维持高位(2011-2017年分别为3.7%、2.0%、3.5%、3.5%、1.1%、4.7%、7.4%), 2019年一季度净利润率继续下降至4.1%, 主要原因是造纸企业收入和盈利下滑。

图38: 造纸板块管理和财务费用率小幅上升



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图39: 造纸板块净利润率有所回落

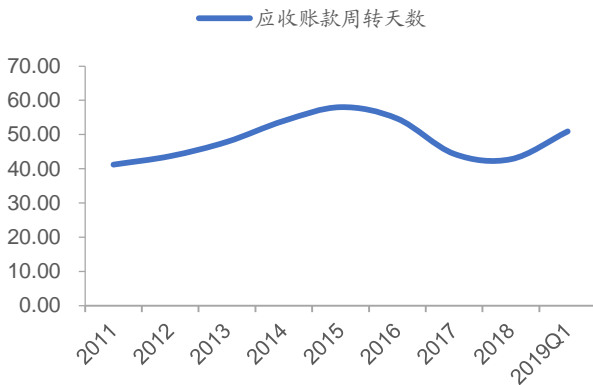


数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

**应收账款周转天数持续下降。**2018年主流造纸公司应收账款周转天数快速下降至42.8天, (2011-2017年应收账款周转天数分别为41.2天、43.7天、47.9天、54.0天、58.0天、54.6天、44.3天), 环保限产导致行业有效供给减少, 纸企普遍采用

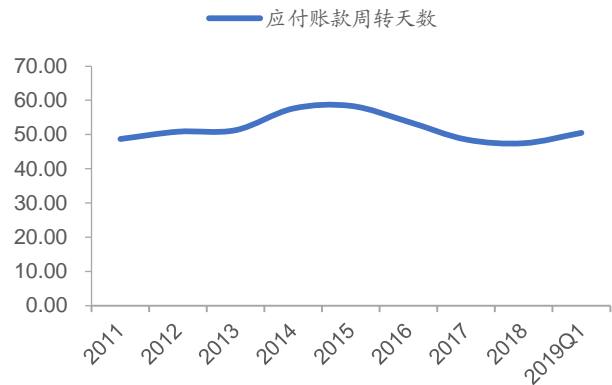
“先款后货” 结算模式导致应收账款周转天数下降。

图40: 造纸板块应收账款周转天数(天)



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图41: 造纸板块应付账款周转天数(天)

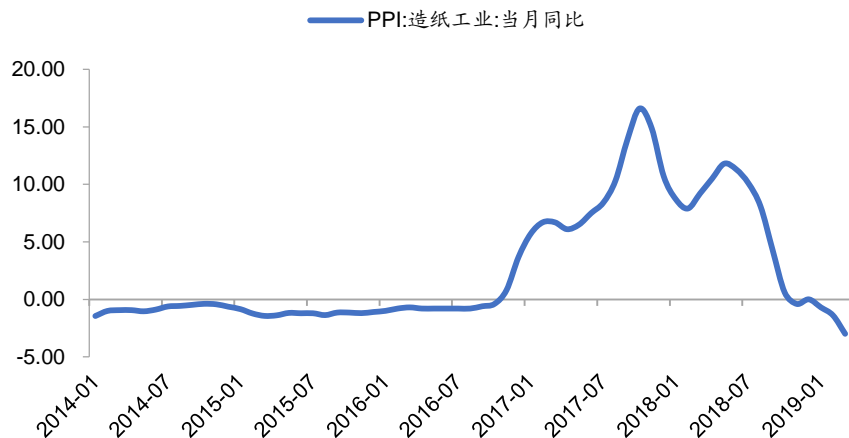


数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

### (三) 经济回暖支撑纸价回升, 行业有望继续保持快速增长

造纸行业PPI当月同比呈下降趋势, 经济下行削弱下游需求, 纸价随之下降。造纸行业PPI近年来一直较为稳定, 在经历2016年末至2017年的猛烈上涨后, 2018年有所回落, 直至2019年3月PPI同比下降3%。PPI走低反映纸价下降以及行业景气度的下降。伴随未来宏观经济回暖, 下游需求将有所增长, 行业景气度稳步提升, 纸厂中长期需求端增长稳定。

图42: 造纸行业PPI回落(%)



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

供给侧改革驱动环保从严执行, 推动行业内向龙头聚集, 2019年环保监督检查力度只增不减。2016年下半年以来环保督查全面启动, 至2017年末已完成全国所有省市覆盖, 2018年5月和10月分两批开展中央生态环保督察“回头看”。中央生态环境保护督察办公室常务副主任刘长根表示2019年开始将用三年左右时间完成第二轮中央生态环保例行督察。2016年底发布的《排污许可证管理暂行规定》将是全面开展排污许可证制度的重要指导, 2018年6月生态环境部下发《排污许可证后管理指导意见(征求意见稿)》, 加强排污许可证管理力度。除此之外, 2018年1月1日《中华人民共和国环境保护税法》开始施行, 小产能压力持续增大。环保税+环保督

察双管齐下，环保设施齐全的大型企业有望从中受益，利好行业龙头，促进企业向集团化和规模化方向发展，加速产能集中度提升，行业龙头有望受益。

表 1: 供给侧改革驱动环保从严执行，推动行业内向龙头聚集

2016年7-8月 第一批中央环保督察	2016年11-12月 第二批中央环保督察	2017年4-5月 第三批中央环保督察	2017年8-9月 第四批中央环保督察	2018年 5月和10月	2019年
内蒙古、黑龙江、江苏、江西、河南、广西、云南、宁夏	北京、上海、湖北、广东、重庆、陕西、甘肃	天津、山西、辽宁、安徽、福建、湖南、贵州	吉林、浙江、山东、海南、四川、西藏、青海、新疆	分两批开展中央生态环保督察“回头看”	未来将用三年左右时间完成第二轮中央生态环保例行督察

数据来源：国家环保部、广发证券发展研究中心

纸产品下游消费市场季节性波动，5月份后下游需求迎来小旺季，产品需求促纸企量价齐升。纸产品尤其文化纸需求具有显著周期性，啤酒旺季即将到来，酒标铜版纸需求旺盛；3-4月与10-12月期间为香烟旺季，用于制作烟包的单铜纸需求量增加；双铜纸、双胶纸淡旺季分布基本一致，驱动因素略有不同。3、4月份春季展销会、9-12月年前促销使得宣传单用量较大，双铜纸需求有所增加；3-5月学生秋季教材备货、9-12月学生春季教材备货催生大量双胶纸需求。

表 2: 纸产品需求淡旺季分布明确

月份 纸种	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
单铜纸 (酒标)	平	平	旺季	旺季	旺季	旺季	前旺后平	平	平	趋旺	旺	平
	春节期间印厂放假，年底劳动力成本高		临近5-9月啤酒旺季，经销商提前备货			经销商提前备货导致7-9月酒标需求减少		8月下旬烟包需求逐步回归		临近春节，白酒消耗量增加		
单铜纸 (烟包)	平	平	旺季	旺季	趋淡	淡季	淡季	平	平	旺季	旺季	旺季
	春节期间印厂放假，年底劳动力成本高		节日香烟消耗量大，3-5月备货导致需求增长			雨季来临，烟包需求减少		8月下旬烟包需求逐步回归		临近春节，香烟需求量增加		
双铜纸	旺季	淡季	旺季	旺季	平	平趋淡	淡季	平	旺季	旺季	旺季	旺季
	节日宣传画、促销单、价格单用量较大		年后为保证印厂正常运作，大量进货，春季展销会较多，宣传单用量增加。			因初夏农忙，大部分印厂工人放假		商品销售和年前促销大量印制广告及传单，春季教材封面备货及印刷				
双胶纸	平	淡季	旺季	旺季	旺季	平	平	淡季	旺季	旺季	旺季	前旺后平
	节日期间双胶用量减少		3-5月为学生秋季教材备货及开印期，双胶纸需求加大			秋季教材材料扫尾期			9-12月为学生春季教材备货及开印期			春季教材材料扫尾期

数据来源：中纸联、广发证券发展研究中心

造纸行业建议配置至标配，二季度重点关注双胶、铜版、白卡等主要纸种涨价函落地情况。造纸板块在18年虽受需求下降，纸价回落等多因素影响，增速有所放慢，但文化纸行业去库已接近尾声。春节后文化纸龙头企业陆续发布涨价函，根据卓创资讯跟踪数据，涨价函均有落地，4-6月份为每年纸张销售旺季，考虑当前纸张盈利情况，预期每月仍有望实现200元/吨左右提价，当前木浆价格相对稳定，纸张提价带动业绩修复，至19Q3文化纸企盈利能力有望修复至500元/吨左右。

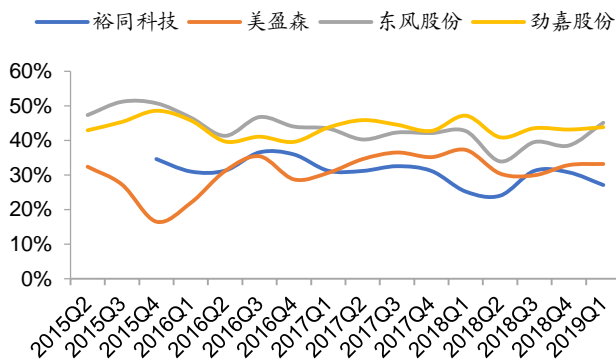
核心推荐标的太阳纸业估值处于底部区间，PB逻辑看公司估值中枢回归。从PB历史数据来看公司目前处于估值底部，文化纸行业有望于2019H2进入补库周期，基于供给侧改革带来行业供需紧平衡环境，19年春节后文化纸提价函顺利落地，若浆价不发生大幅上涨情况，则19年全年文化纸吨纸净利润率有望恢复至10%，对应吨纸净利润在600元/吨附近。公司资产盈利稳定性强，依靠公司造纸行业内多元化产业发展，净利润依然逐年提升，新业务方向纸浆及箱板纸行业注重上游原材料资源整合，向上游延伸有望从产业一体化角度增强资产盈利能力，对应2019年PB有望从当前1.5倍向1.8倍估值中枢回归。

### 三、包装印刷：Q1 盈利能力拐点显现，全年看好瓦楞纸箱行业整合、展示包装客户多元化

#### （一）2018&2019Q1 的核心关注是盈利能力改善

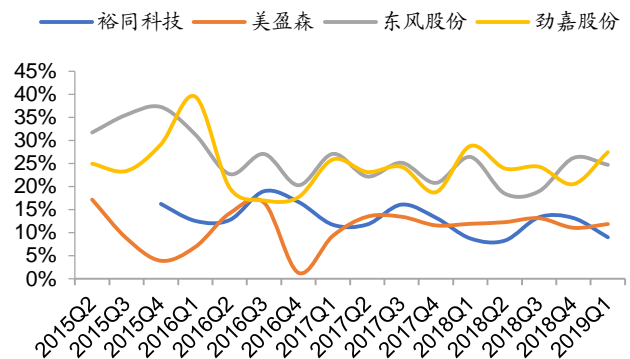
受益于原材料价格，纸包装上市公司盈利能力持续改善，毛利率均呈现出回升的状态。受益于原材料价格同比处于低位，2019Q1各纸包装公司盈利能力均有所改善。其中，美盈森Q1毛利率33.18%（环比+0.32pct），东风股份Q1毛利率45.10%（环比+6.57pct），劲嘉股份43.81%（环比+0.69pct）。裕同科技由于一季度处于消费电子包装淡季，因此毛利率环比下滑，但是毛利率同比+1.9pct显著改善。裕同科技2019Q1实现营业收入17.85亿元（YoY+10.54%），扣非归母净利润1.04亿元（YoY+31.51%），扣非利润增速显著高于收入增速，我们预期该利润弹性在2019Q2有望持续。

图43：包装上市公司毛利率变化（截止19Q1）



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

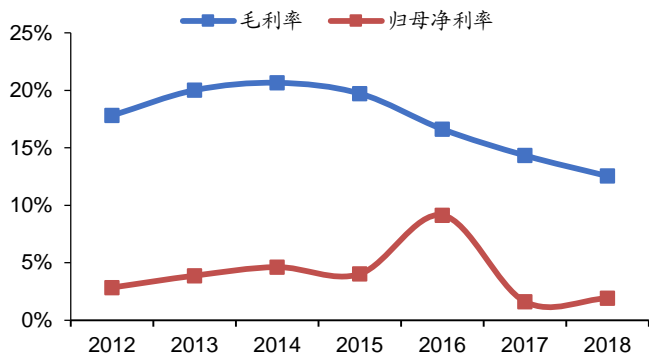
图44：包装上市公司净利率变化（截止19Q1）



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

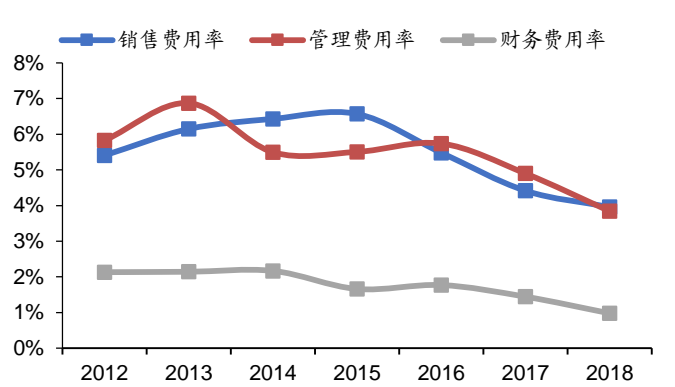
合兴包装由于业务模式的改变，因此毛利率、期间费用率呈现出同步降低的状态，但是我们应当关注到公司新商业模式PSCP的盈利能力在改善。根据公司2018年报披露，PSCP平台业务2018年实现收入28.40亿元（YoY+149.85%），客户数达1300家以上。毛利率得到有效改善，此前公司PSCP业务毛利率一直维持在2.8%左右，而2018年提升至4.5%。

图45: 合兴包装毛利率、归母净利率



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

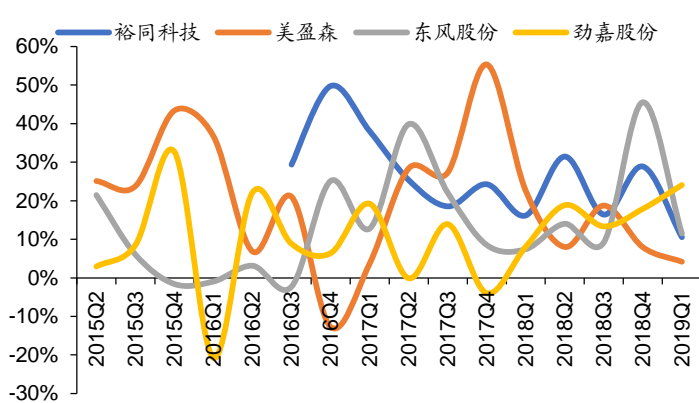
图46: 合兴包装三费情况



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

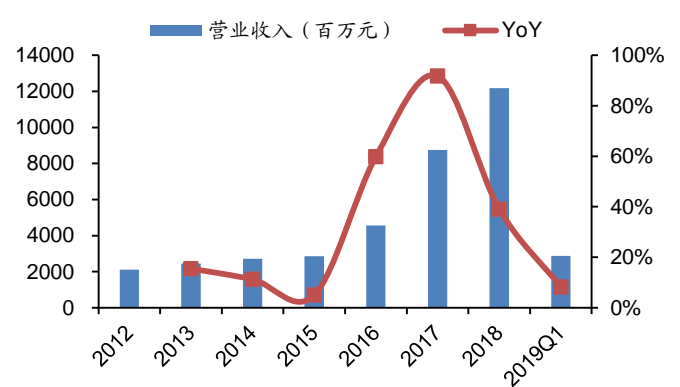
营收增速方面, 整体保持增长平稳, 劲嘉股份表现较为领先。公司营收增速方面, 除劲嘉股份外均出现一定幅度的减缓, 推测与国内整体消费需求低迷有关。劲嘉股份以烟标为主业, 2018年烟草去产能完成当前行业景气度较高, 再叠加上公司在社会化包装领域的拓展, 因此劲嘉股份取得较为领先增速。我们判断, 随着客户多元化逐渐深入推进, 裕同科技、劲嘉股份等公司全年有望取得高速增长。

图 47: 包装公司单季度营业收入增速 (截止 2019Q1)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 48: 合兴包装营收增速



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注: 合兴包装由于重述报表, 因此无法列示过往单季度数据

## (二) 运输包装: 行业整合持续, 商业模式摸索渐出成效

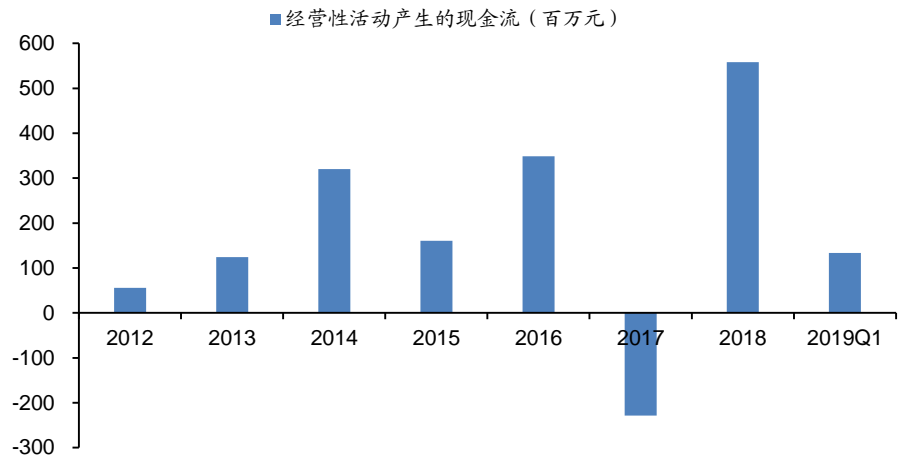
我们持续看好合兴包装作为瓦楞纸箱龙头, 凭借PSCP平台以轻资产模式加速行业整合。2019Q1公司实现营业收入28.76亿元 (YoY+8.24%), 毛利润3.54亿元 (YoY+6.50%), 归母净利润6833万元 (YoY+17.47%)。由于纸价下跌导致公司产品出厂价格随之调整, 公司Q1收入增速并未反映公司真实扩张速度, 建议关注公司产品销量的增长。从公司一季报披露情况看, 公司PSCP平台从快速扩张量转向量、质同时发展, 后续在解决现金流制约问题后, 有望取得高质量、高增速的优质成长。

**PSCP管理运营效率提升, 现金流延续好转趋势。**公司2019Q1经营现金流净额1.34亿元 (2018Q1数值为-1.53亿元); 公司自2018年经营活动现金流净额转好后,



好转趋势依然延续。一方面是客户回款转好，另一方面公司自身经营层面，PSCP平台管理效率不断增强，规模提升对上下游的议价能力也逐步加强。

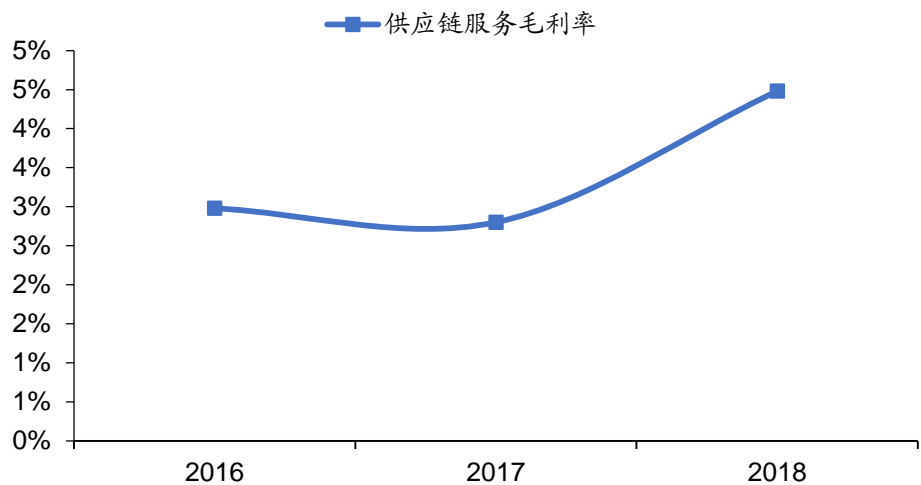
图49: 合兴包装经营现金流情况



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

**模式迭代发展，PSCP平台扩张兼顾质和量。**根据公司一季报披露，报告期内公司供应链业务按照规划继续推进。一方面，公司根据发展规划，将合资子公司上海名芬、辽宁中源、宜昌兴庄等合作主体转让剥离；另一方面，PSCP平台在青岛成立合作主体青岛合荣包装，在浙江嘉兴成立合作主体浙江合嘉包装公司。我们认为，公司对平台合作的不断迭代将提升公司供应链业务的整体质量。

图50: 合兴包装PSCP毛利率情况



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

### (三) 展示包装: 客户多元化持续, 电子烟助力新经济

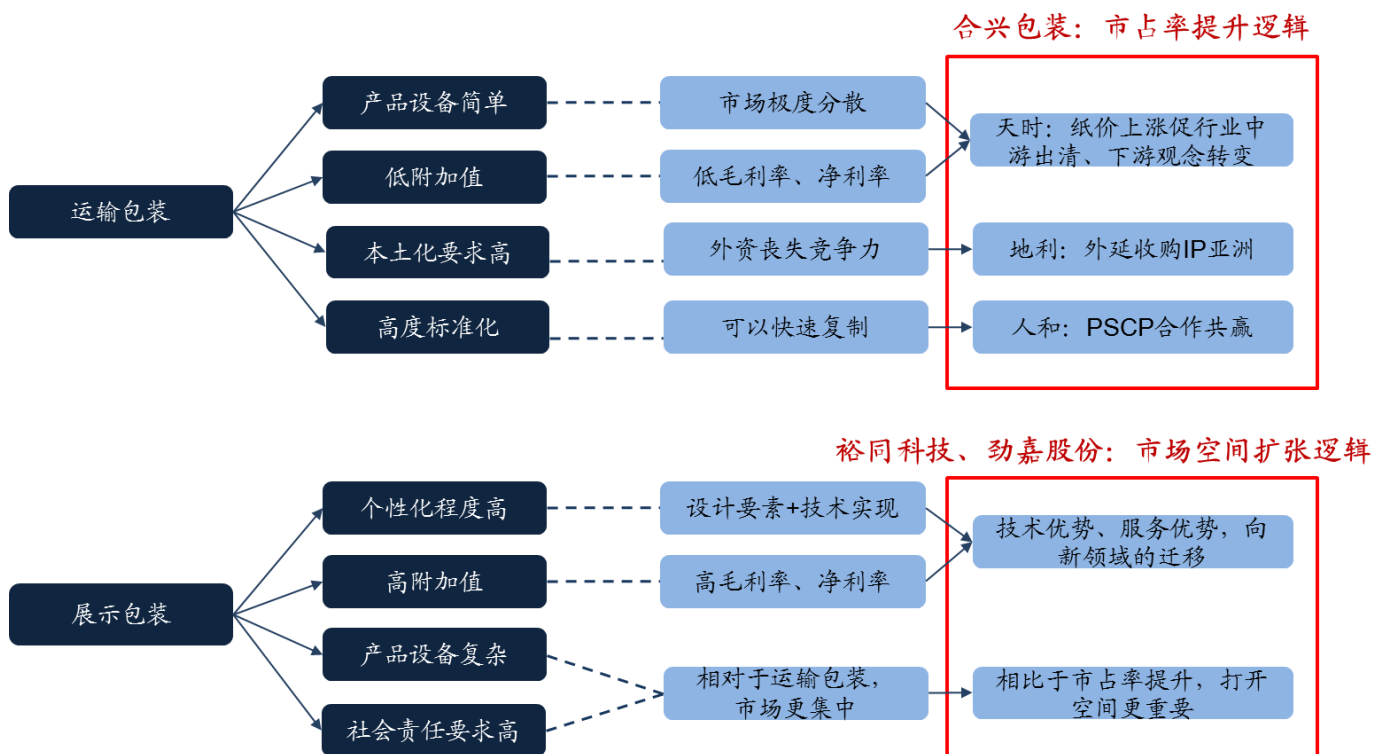
**裕同科技加速扩张领域, 高端智慧包装工场面向重庆市场。**根据公司4月份公告, 全资子公司越南裕展拟以6034.82万元购买原租赁使用的厂房及土地使用权, 提升越

南裕展生产运营的稳定性，降低运营成本。公司与重庆共享工业投资有限公司签署《裕同科技智慧工厂暨高端智能包装项目合作协议书》，以自筹资金16亿元在重庆大学城科技产业园打造裕同科技智慧工厂示范区，提前布局现有核心客户的扩张需求，同时瞄准重庆市200亿元超200亿的市场空间。

**劲嘉股份携手五粮液、茅台，酒包业务有望在2019年全面发力。**2019年4月10日，公司发布公告与五粮液包装公司签署合作。合作签署后，公司已经成功入局贵州茅台（见2017年12月25日《关于签订股权收购协议的公告》）、五粮液两大龙头酒企，公司在酒包装行业中的品牌效应有望凸显，预期公司今年酒包业务加速发力。

**借助客户优势，立足研发成果，以劲嘉股份为代表的包装公司切入新型烟草领域，并有望在2019年逐步兑现利润。**公司在新型烟草领域的布局包括与云南中烟的合资公司嘉玉科技，与米物科技的合资公司因味科技。云南中烟推出MC、Webacco加热不燃烧烟具，因味科技也开始推出电子烟品牌foogo参加展会，并逐步启动招商，预计公司2019年新型烟草开始逐步兑现出业绩。

图1：运输包装与展示包装投资逻辑



数据来源：广发证券发展研究中心

## 风险提示

**家居板块：**房地产行业政策调控力度加大；重点城市供给改善不及预期；三四线成交热度快速下行；库存累积快于预期；房企融资持续收紧；地产历史经验与实际情况出现背离；家具行业竞争压力加大；多元渠道拓展低于预期；公司投资并购事项受阻；收购承诺利润可能不达预期；原材料价格上涨影响盈利水平；产能投放不及预期；同业竞争风险加剧。

**造纸板块：**经济波动影响导致下游需求增速不及预期，社会库存增加。造纸行业供给端新增产能超预期释放，中小产能淘汰过程受到经济增速下行影响力度下降，小产能复产导致供需面恶化，产能出清受阻。原材料木浆及废纸价格持续高位导致行业盈利能力回落。原材料废纸政策加速海外进口废纸下降，国废供需失衡。海外进口成品纸波动影响。工业用纸企业新产能投放爬坡期盈利波动大，新产能海外扩张受政策、管理等方面制约；消费用纸方面：新产品推广不及预期，渠道拓展不及预期。

**包装及文娱：**文具行业格局变化，市场竞争加剧；原材料价格上涨影响产品毛利率；行业头部企业布局的精品文创业务、办公物资业务拓展不达预期。包装行业落后产能淘汰速度不及预期；原材料价格持续维持高位，或反弹上涨，导致包装企业净利润水平再次被压缩；烟包装、酒包装、食品饮料包装、医药包装、化妆品奢侈品包装等领域，客户依赖过往的供应体系，导致行业头部企业多元化拓展不及预期。

## 广发造纸轻工行业研究小组

- 赵中平：首席分析师，对外经贸大学金融学学士，香港中文大学金融学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。2017年度新财富最佳分析师入围、水晶球最佳分析师第四名、金牛分析师上榜。
- 汪达：分析师，吉林大学金融学硕士、管理学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。2017年度新财富最佳分析师入围、水晶球最佳分析师第四名、金牛分析师上榜。
- 陆逸：联系人，亚利桑那州立大学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心，曾就职于天风证券。
- 徐成：联系人，南京大学管理学学士，北京大学管理学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛南街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券在过去 12 个月内与好莱客(603898)公司有投资银行业务关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。